

公司研究/更新报告

2017年07月09日

有色金属/稀有金属 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 25.56  
合理价格区间(元): 28.53~31.70

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

**孙雪琬** 0755-82125064  
联系人 sunxuewan@htsc.com

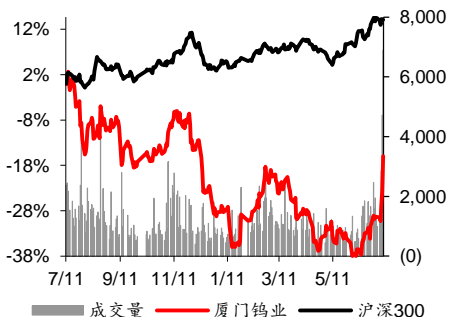
**黄孚** 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

**邱乐园** 010-56793945  
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《厦门钨业(600549,增持): 立足资源, 布局正极领域》2017.02
- 2《厦门钨业(600549): 钨价逐步回升, 主业盈利好转》2016.10
- 3《厦门钨业(600549): 锂电材料快速增长, 钨业务有望改善》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,082
流通A股(百万股)	886.57
52周内股价区间(元)	19.04-31.51
总市值(百万元)	27,645
总资产(百万元)	16,236
每股净资产(元)	6.12

资料来源: 公司公告

# 锂电续航, 稀土钨钼开新章

## 厦门钨业(600549)

### 锂电钨稀土三驾马车齐驱, 股权激励推进中

我们曾在2月份发布厦门钨业的更新报告,《立足资源, 布局正极领域》, 指出公司在锂电业务的布局已经步入正轨,三元材料产能已在国内位于前列, 产能和业绩释放在即。5月份后, 钨精矿和稀土价格均出现明显上涨, 公司具备丰富的钨精矿和稀土资源, 钨钼主业盈利能力得到明显提升, 业绩进入释放期。公司于4月发布限制性股票激励计划(草案), 拟实行高管和核心人员股权激励措施。多重行业催化和内部激励机制完善下, 公司业绩有望持续向好, 核心资产价值亟待重估。

### 电池材料配合下游需求扩产, 业务规模持续增长中

16年锂离子材料产品尤其是三元材料产销增长较快, 盈利实现扭亏; 17年公司在下游需求不断增长的环境下, 基于1.6万吨正极材料产能进一步提高产能利用率, 继续推进在建产能。厦门和三明新建的共计1.6万吨产能预计18年下半年投产, 长期来看, 还将新增宁德地区的4万吨产能。产能利用率的提升带来盈利逐步改善, 公司与国内外主流电池厂商合作密切, 我们预计17-18年锂电业务的净利润有望由负转正, 并持续提升。

### 钨和稀土资源处涨价周期, 具备业绩增长空间

公司三个矿山目前钨精矿年产能可达1.2万吨, 可采资源金属量超过80万吨; 17年3月以来, 钨精矿价格上涨超过10%, 7月初价格达到8.2万元/吨, 旗下两座自有矿山实现盈利。按照当前价格假设下, 公司仅自产钨精矿年化利润可达3个亿。2016Q4至今, 主要稀土品种涨幅30%以上, 公司稀土业务2016年实现了扭亏, 稀土矿和冶炼产量预期稳定在1000吨和2000吨的水平。据我们初步测算, 若稀土价格能够上涨100%, 理论上公司稀土矿产和冶炼净利润弹性能够达到约3亿元。

### 员工持股计划拟施行, 混改有望多层次推进

公司于16年底对锂电材料业务进行整合, 成立厦钨新能源, 将公司所属的锂电业务资产、负债和业务相关人员整体划转或出资给厦钨新能源, 实现电池材料业务的独立运作。公司17年4月份发布限制性股票激励计划(草案), 计划通过实行核心骨干员工持股进行混合所有制改革, 加强公司激励机制, 后续也计划引进锂电池材料上下游战略投资者, 实现优势互补。

### 主营业务领域增量明显, 维持“增持”评级

17年以来公司主营产品价格分别上涨10%和30%以上, 我们上调公司盈利预测。假设17-19年钨精矿均价为8、8.5、9万元/吨, 17年稀土均价上涨30%, 产量相对稳定, 锂电材料业务保持30%的增速。预计公司2017-2019年营业收入分别为97.80、111.31和126.79亿元, 归母净利润分别为5.84、7.49和9.05亿元; 参考同行业17年PB水平(4-5倍), 鉴于中报业绩释放尚存在不确定性, 暂给予17年PB4.5-5倍, 对应上调合理股价区间至28.53-31.70元, 维持“增持”评级。

风险提示: 公司项目进度不及预期; 金属价格下跌。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,755	8,528	9,780	11,131	12,679
+/-%	(23.54)	9.98	14.68	13.81	13.90
归属母公司净利润(百万元)	(662.48)	147.00	583.54	749.22	904.63
+/-%	(250.18)	122.19	296.96	28.39	20.74
EPS(元, 最新摊薄)	(0.61)	0.14	0.54	0.69	0.84
PE(倍)	(41.73)	188.06	47.37	36.90	30.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,648	7,302	10,127	9,958	12,162
现金	430.67	1,041	2,517	1,628	2,881
应收账款	1,044	1,164	1,288	1,489	1,693
其他应收账款	440.69	228.94	342.69	397.45	430.84
预付账款	147.50	207.38	199.09	228.03	262.63
存货	3,956	3,569	4,303	4,726	5,350
其他流动资产	1,629	1,092	1,477	1,489	1,545
非流动资产	8,339	8,197	7,559	6,984	6,386
长期投资	644.41	610.33	608.46	615.08	612.08
固定资产投资	5,389	5,491	5,097	4,629	4,126
无形资产	767.00	726.05	683.04	639.98	596.97
其他非流动资产	1,539	1,370	1,171	1,099	1,051
资产总计	15,987	15,500	17,686	16,941	18,549
流动负债	5,865	5,072	7,205	5,510	6,025
短期借款	1,087	644.00	1,904	0.00	0.00
应付账款	912.82	968.77	1,087	1,202	1,372
其他流动负债	3,865	3,459	4,213	4,308	4,653
非流动负债	1,888	2,310	1,741	1,819	1,874
长期借款	1,229	413.00	413.00	413.00	413.00
其他非流动负债	658.71	1,897	1,328	1,406	1,461
负债合计	7,752	7,382	8,945	7,329	7,898
少数股东权益	1,599	1,628	1,884	2,181	2,540
股本	1,082	1,082	1,082	1,082	1,082
资本公积	3,365	3,274	3,274	3,274	3,274
留存公积	2,083	2,014	2,501	3,075	3,755
归属母公司股	6,636	6,489	6,856	7,431	8,110
负债和股东权益	15,987	15,500	17,686	16,941	18,549

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(1,263)	1,206	791.86	1,188	1,416
净利润	(577.18)	299.10	839.53	1,046	1,263
折旧摊销	586.86	616.84	582.72	591.87	596.29
财务费用	179.22	158.56	116.03	79.82	1.18
投资损失	(36.44)	(34.25)	(47.82)	(41.94)	(41.62)
营运资金变动	(1,986)	161.76	(768.22)	(553.05)	(455.68)
其他经营现金	570.76	3.96	69.62	64.72	52.15
投资活动现金	(546.55)	293.44	102.22	6.06	21.00
资本支出	587.76	328.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	(30.50)	(517.15)	(71.96)	18.16	2.91
其他投资现金	10.72	104.29	30.26	24.23	23.91
筹资活动现金	1,173	(932.05)	582.07	(2,083)	(184.25)
短期借款	285.55	(443.03)	1,260	(1,904)	0.00
长期借款	1,008	(816.20)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	249.59	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(235.58)	(91.37)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(135.02)	418.55	(677.93)	(178.70)	(184.25)
现金净增加额	(610.14)	600.55	1,476	(888.89)	1,252

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,755	8,528	9,780	11,131	12,679
营业成本	6,459	6,829	7,398	8,327	9,473
营业税金及附加	284.15	204.92	235.01	267.47	304.66
营业费用	231.55	243.05	267.88	313.58	354.57
管理费用	734.90	750.52	863.99	994.01	1,125
财务费用	179.22	158.56	116.03	79.82	1.18
资产减值损失	465.58	35.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.44	34.25	47.82	41.94	41.62
营业利润	(562.87)	341.18	946.99	1,191	1,462
营业外收入	61.89	105.24	102.41	100.51	98.17
营业外支出	37.41	21.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	(538.39)	424.58	1,049	1,292	1,560
所得税	38.79	125.48	209.88	245.43	296.34
净利润	(577.18)	299.10	839.53	1,046	1,263
少数股东损益	85.30	152.10	255.99	297.10	358.73
归属母公司净利润	(662.48)	147.00	583.54	749.22	904.63
EBITDA	203.21	1,117	1,646	1,863	2,059
EPS (元)	(0.61)	0.14	0.54	0.69	0.84

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(23.54)	9.98	14.68	13.81	13.90
营业利润	(146.46)	160.61	177.57	25.79	22.69
归属母公司净利润	(250.18)	122.19	296.96	28.39	20.74
获利能力 (%)					
毛利率	16.71	19.93	24.36	25.19	25.28
净利率	(8.54)	1.72	5.97	6.73	7.13
ROE	(9.98)	2.27	8.51	10.08	11.15
ROIC	(4.12)	3.79	9.07	11.11	13.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.49	47.63	50.58	43.26	42.58
净负债比率 (%)	38.14	25.08	36.79	19.06	17.53
流动比率	1.30	1.44	1.41	1.81	2.02
速动比率	0.58	0.71	0.78	0.91	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.54	0.59	0.64	0.71
应收账款周转率	6.58	6.96	7.20	7.25	7.20
应付账款周转率	6.11	7.26	7.20	7.28	7.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.61)	0.14	0.54	0.69	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.17)	1.12	0.73	1.10	1.31
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.00	6.34	6.87	7.50
估值比率					
PE (倍)	(41.73)	188.06	47.37	36.90	30.56
PB (倍)	4.17	4.26	4.03	3.72	3.41
EV_EBITDA (倍)	150.46	27.38	18.58	16.41	14.85

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com